

2019年7月23日 全7頁

欧州経済見通し 低成長脱出の糸口は見えず

孤軍奮闘する中央銀行

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- ユーロ圏、英国とも2019年1-3月期の成長率は明確に加速したが、これは3月29日という当初の英国のEU離脱期限に備えた企業の在庫積み増しや家計の買いだめによって押し上げられた側面があり、4-6月期はその反動減が顕在化したと推測される。米中貿易摩擦の長期化、英国が10月31日に延期された離脱期限に「合意なしの離脱」に陥るのではないかと懸念の高まりなどを受けて、ユーロ圏では鉱工業部門の景況感が、英国ではそれに加えてサービス業の景況感も悪化傾向にあり、低成長脱出に向けての糸口は見えていない。英国がEUと「合意ありの離脱」を実現する、あるいはEU離脱そのものを撤回するとなれば、企業景況感は大きく改善しようが、そこに至る経路は明確ではない。
- 米国が金融緩和に転じつつある中、6月にECBが金融緩和の可能性を示唆し、7月にはBOEもこれに続いた。ユーロ圏、英国とも景気の下支え役を中央銀行に依存する状況が長期化しているが、追加緩和の余地はさほど大きくはない。このタイミングで、ECB、BOEとも総裁の任期がまもなく満了となる。10月末に退任するドラギECB総裁の後任にはラガルドIMF専務理事が指名された。ドラギ路線を継続すると見込まれるが、中央銀行での勤務経験はなく、今後より重要性を増すと予想される市場との対話能力が注目される。一方、BOEのカーニー総裁は2020年1月末で退任するが、後任選びはまだ進んでいない。いずれにせよ、新総裁は難しいかじ取りに直面することになる。

ユーロ圏経済

製造業不況は長期化？

ユーロ圏経済は2017年の+2.4%成長のあと、2018年は減速傾向をたどった。2019年1-3月期は前期比+0.4%（年率換算+1.8%）と1年ぶりの高成長を記録したものの、続く4-6月期は再び減速したと推測される。鉱工業生産は1-3月期に前期比+0.9%と10-12月期の同-1.2%から反発したが、直近値の4-5月平均は1-3月平均比で-0.1%と失速した。なお、1-3月期の生産の持ち直しには、英国の当初のEU離脱期限であった3月29日をにらみ、英国企業が在庫を積み増し、また家計が買いだめに動いたことに伴う特需も貢献した。

ユーロ圏の2018年年初以降の景気減速の主因は外需の伸び悩みだが、今後の景気動向を判断する上で注目している指標が二つある。一つは鉱工業部門の企業景況感指数である。輸出比率が高い製造業が大半を占める同指数は、在庫判断、生産見通し、受注残判断の3指数から算出されるが、2018年1月をピークとしてほぼ一本調子で悪化してきた。過去1年半の推移では、在庫判断の急速な悪化に受注残判断の悪化が加わり、生産見通しの悪化が加速したことが読み取れる。このうち、在庫判断と生産見通しが5月に反転し、景況感悪化によりやく歯止めがかかるかと期待されたが、6月の在庫判断は改めて一段と悪化してしまった。6月分の景況感調査は、米中の通商交渉が決裂し、相互の制裁関税合戦が一段と強化される懸念が高まった時期に回答が収集された。一方、6月末の米中首脳会談で通商協議の再開が決まり、中国からのほぼすべての輸入品を対象とすることになる第4弾の制裁関税の発動が見送りとなったことは、まだ反映されていない。7月以降の鉱工業部門の景況感が下げ止まるのかがまず注目される。

もう一つの注目指標は、鉱工業生産のうち中間財の動向である。ユーロ圏の鉱工業生産は2018年年初からほぼ横ばいで推移しているが、財別で消費財の生産は拡大基調を維持している一方、中間財の生産はじわじわと悪化している。ユーロ圏の主力輸出産業の一つである化学産業に加え、素材や部品なども含まれる中間財は、世界需要の回復を判断できるバロメーターであるとみている。

個人消費を取り巻く環境は良好だが、4-6月期は伸び悩みか

2019年1-3月期のユーロ圏の景気加速には、10-12月期の成長率を押し下げた在庫投資のマイナス寄与が大幅縮小したことに加え、個人消費が前期比+0.5%（年率換算+2.2%）と1年半ぶりの高い伸びとなったことが貢献した。就業者数の増加と賃金上昇率の緩やかな加速を背景に、家計の可処分所得が拡大基調にあることが、消費拡大を支えている。ちなみに消費者信頼感指数は、2017年12月に2000年8月以来となる高水準を記録したあと、2018年は一貫して悪化傾向をたどったが、2019年に入って下げ止まっている。2018年後半にかけて悪化した家計所得の見通しが反発したことが寄与している。

ただし、小売売上高は1-3月期の前期比+0.7%のあと、4-5月平均は1-3月平均比で横ばいとどまった。1-3月期の高成長の反動に加えて、原油価格上昇を受けて4月から5月にかけて

ガソリン価格が大きく上昇したことも重石になったと見受けられる。加えて、景気の先行きに対する懸念が晴れないことも、消費を抑制した可能性がある。消費者信頼感の構成項目のうち、景気全般に対する見通しは 2019 年に入ってから悪化傾向が継続している。

ユーロ圏の 5 月の失業率は 7.5%と 2008 年 7 月以来となる水準まで低下しており、雇用環境は引き続き良好である。鉱工業部門の雇用意欲は景況感同様、悪化傾向が顕著だが、サービス部門、建設業部門などの雇用意欲は 1985 年以降の長期平均値と比較して強気の水準を維持している。6 月にはガソリン価格の上昇は一服し、消費者物価上昇率も 4 月の前年比+1.7%から 5 月は同+1.2%、6 月は同+1.3%と低水準で推移している。良好な所得環境と、景気の先行きに対する懸念の綱引きが今後も継続する可能性が高いものの、個人消費は年後半も景気の下支え役を果たすと見込まれる。

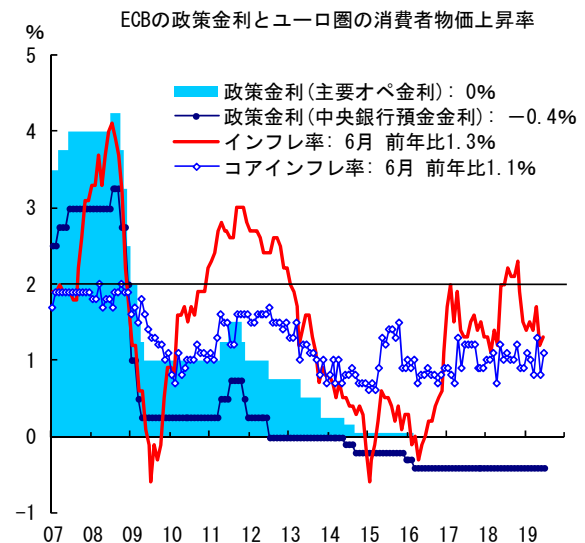
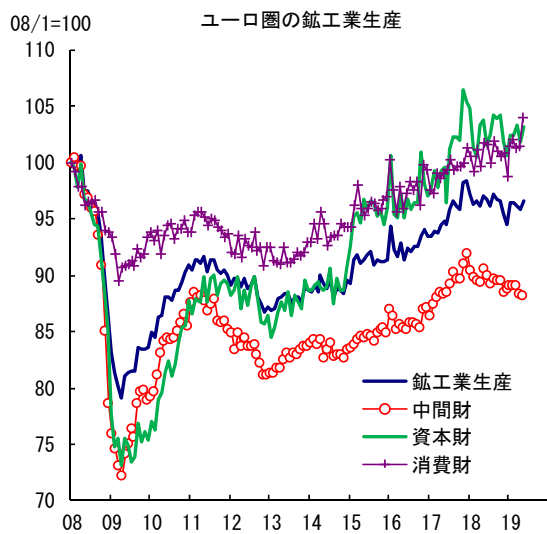
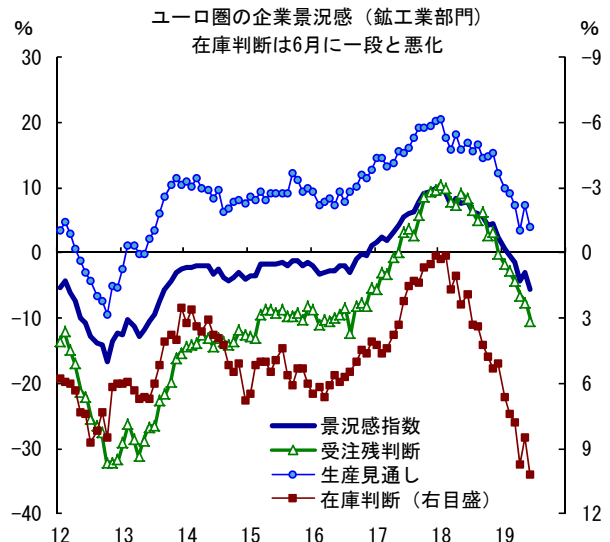
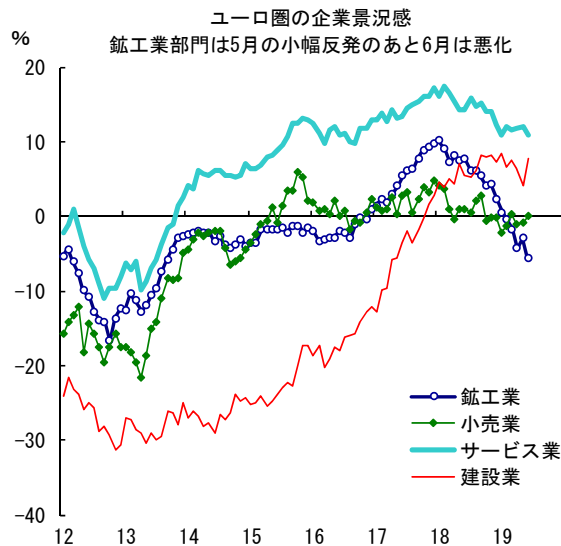
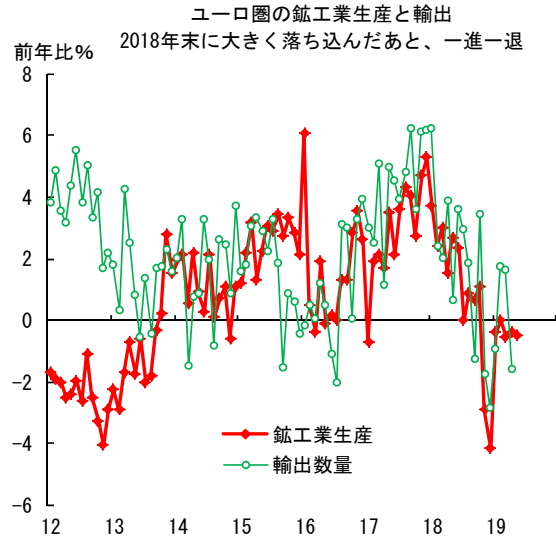
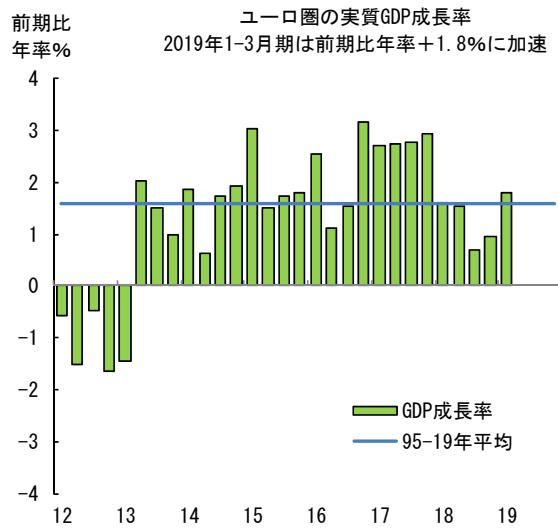
金融緩和へ舵を切った ECB

米国の金融政策が利上げから利下げに転じつつある中、ECB も 6 月 18 日にドラギ総裁が、ユーロ圏の景気見通しが好転せず、インフレ率が低迷を続けた場合は追加的な緩和措置が必要になると発言し、次の一手は金融緩和との方向性を明確にした。追加緩和策としては、現在-0.4%の中央銀行預金金利の引き下げや、2018 年末で終了させた資産買取の再開などが想定される。ただし、利下げ実施に際しては、マイナス金利の副作用を軽減するため、日銀などが採用している金利階層化（マイナス金利の対象となる資産を限定）が検討される可能性が高い。また、資産買取の再開にあたっては、ECB が定めた各国の国債買取の上限（一発行体あたり 33%）の見直しなどもあわせて実施する必要がある。これら事前準備が必要になるため、7 月 25 日の ECB 理事会では、金融政策ガイダンスを修正して金融緩和の方向性を明確にするにとどめ、実際の金融緩和は 9 月 12 日の ECB 理事会で決定されると予想する。緩和策の実施の順番は、まず利下げを実施し、追加的な緩和が必要と判断した場合に資産買取を再開するとみている。

ECB が金融引き締めから金融緩和へと転じたことは、世界的な金融緩和の流れを決定的なものとしたとして金融市場から好感された。ECB が金融緩和の方向性を明確にしなければ、急速なユーロ高となり、輸出競争力が損なわれる可能性があった。とはいえ、金融緩和の余地が大きいとは言えず、ECB の金融政策は今後、微妙なかじ取りを迫られることになる。

7 月 2 日に EU 首脳は、10 月末で任期満了となるドラギ総裁の後任にラガルド IMF 専務理事を選出した。初の女性総裁となるラガルド氏は、IMF 専務理事としてドラギ総裁の金融政策を支持してきており、ドラギ路線の継承が見込まれる。同氏は中央銀行での勤務経験はなく、ECB 理事会の議論をリードしてきたドラギ総裁とは異なるタイプの ECB 総裁になると予想される。まずは、今後より重要性を増すと予想される市場との対話能力が注目される。加えて、ラガルド次期総裁には各国政府や EU に対する交渉力の高さが期待されていると見受けられる。ドラギ総裁はユーロ圏加盟国に対して金融政策のみに頼らず、構造改革を遂行し、財政政策を有効に活用するよう繰り返し求めてきたが、ユーロ圏全体の歳出拡大ペースは鈍い。また、所得再分配機能の拡充を狙ったユーロ圏予算の創設も遅れており、早急な対応が必要である。

図表1 ユーロ圏の景気指標



(注) コアインフレ率はエネルギー、食品、アルコール、たばこを除く

(出所) EU 統計局 (Eurostat)、ECB、欧州委員会のデータより大和総研作成

英国経済

のしかかる「合意なしの離脱」懸念

英国の GDP 成長率も 1-3 月期は前期比+0.5% (年率換算+2.0%) と加速したが、当初の EU 離脱期限であった 3 月 29 日をにらんだ企業の在庫積み増しや家計の買いだめによる押し上げ効果が大きく、4-6 月期は小幅のマイナス成長に陥ったと推測される。月次の GDP 統計で直近 3 カ月の 3 カ月前比の伸び率は 1-3 月の+0.5%のあと、2-4 月は+0.4%、3-5 月は+0.3%と減速傾向にある。鉱工業の減速が目立つが、主力のサービス業もじわじわと減速している。

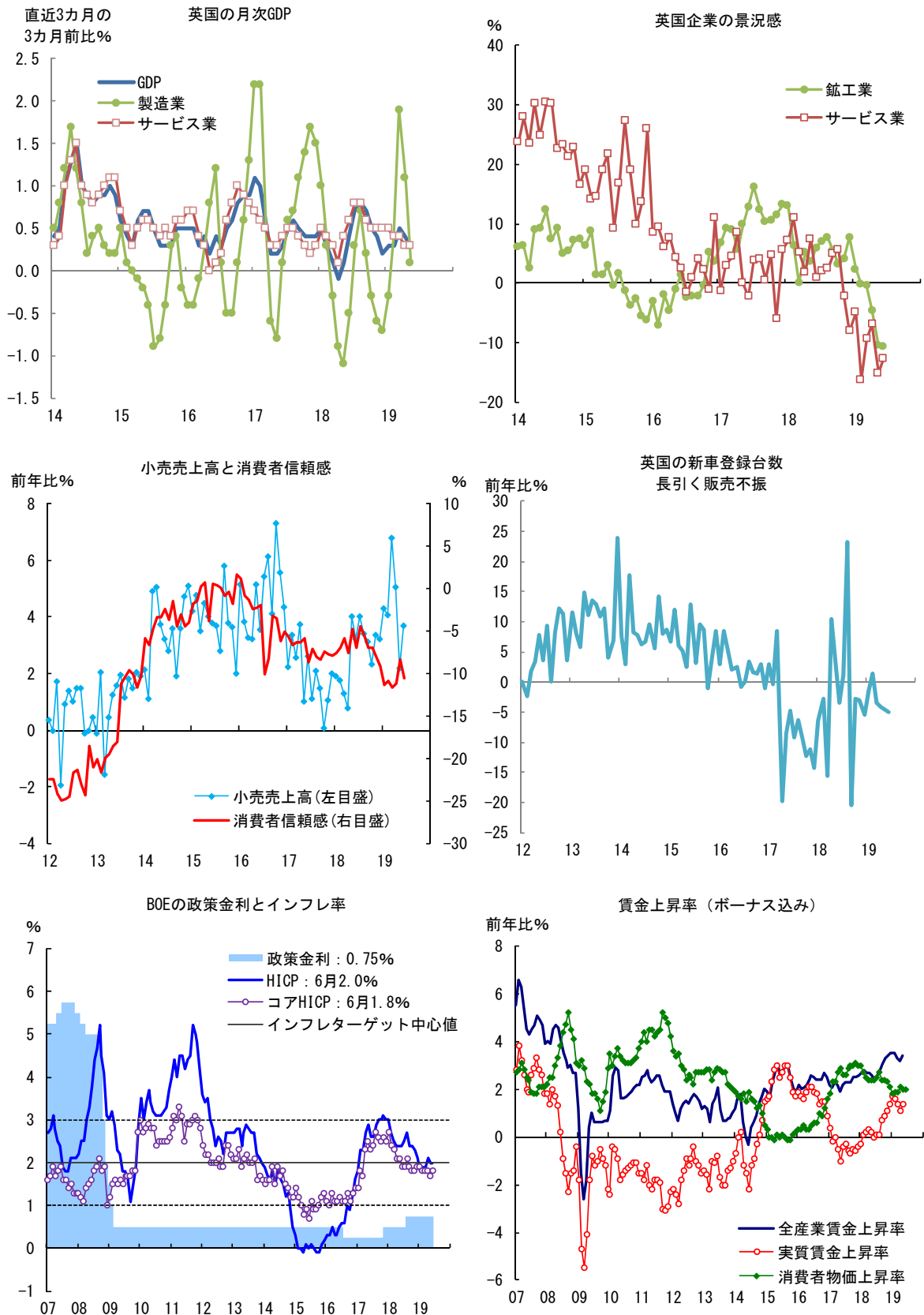
企業景況感に注目すると、鉱工業、サービス業とも 2019 年に入ってそろって悪化している。米中貿易摩擦の激化に加え、EU 離脱期限が 10 月 31 日に延期されたのみならず、EU 離脱実現に向けた英下院における多数派工作が失敗に終わったメイ首相が辞任を表明し、「合意なしの離脱もやむなし」と主張するジョンソン前外相の首相就任が見込まれることが先行き不安を高めていると見受けられる。逆に言えば、「合意ありの離脱」の実現、あるいは EU 離脱そのものの撤回となれば、英国の景況感は一気に改善し、新規投資も増加に転じようが、現時点でそこに至る経路は明確ではない。

保守党党首を選ぶ党員投票の結果は 7 月 23 日に公表され、翌 24 日にはジョンソン首相が誕生すると見込まれる。ジョンソン氏は首相に就任すれば、EU と離脱交渉を再開する方針だが、「アイルランドとの国境問題に関するバックストップ条項の削除を要求する」と発言しており、このままでは EU との交渉は頓挫する可能性が高い。ジョンソン氏にとって EU 離脱は首相に就任するための手段であって目的ではない、実際に EU との交渉が始まれば態度を豹変させる可能性が高いとの見方もあるが、「合意なしの離脱」を現実的な可能性として想定しなければならないとの意見が増していると見受けられる。「合意なしの離脱」に対して国も企業も対応を進めているため、大きな混乱は一時的との主張も聞かれるが、40 年以上にわたる英国と EU の関係強化の流れを一気に断ち切ることで生じる悪影響をすべて事前に想定することは困難と考えられる。特に中小企業は新たな税関手続きやコスト増に対応できないケースが出てこよう。

BOE (英中銀) の方針転換

米国に続いて、ECB も金融緩和へと転じたのに続き、BOE (英中銀) も 7 月に入って金融緩和の可能性を示唆した。それまで BOE は「年 1 回 0.25% ずつの利上げ」との基本方針であったが、「EU 離脱がスムーズに進んだ場合」との前提がつけられていたため、市場で早期の利上げは予想されていなかった。世界的な金融緩和の流れが強まったことに加え、「合意なしの離脱」の可能性を想定せざるを得なくなったことを受けて、BOE も金融政策は利上げ、利下げ双方の可能性を否定しないとスタンスを変更したとみられる。実際に利下げに動くかは、EU 離脱がどのように進展するかにかかってくるが、BOE のカーニー総裁の任期は 2020 年 1 月末で切れることになっている。後任選びは次の首相が指名する新しい財務相の役目となり、まだ決まっていない。いずれにせよ、Brexit という大きな不透明要因を抱える中、新総裁は難しいかじ取りに直面することになるだろう。

図表2 英国の景気指標



(注) コアインフレ率はエネルギー、食品、アルコール、たばこを除く
 (出所) 英国統計局 (ONS)、BOE、欧州委員会のデータより大和総研作成

ユーロ圏経済・金利見通し

	2019				2020				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
前期比年率												
国内総生産	1.8%	0.7%	1.0%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%	2.4%	1.9%	1.1%	1.2%
民間消費支出	2.2%	0.8%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.8%	1.3%	1.2%	1.2%
政府消費支出	0.4%	0.8%	0.9%	1.2%	1.3%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%
総固定資本形成	0.2%	0.0%	0.4%	0.8%	1.2%	2.0%	1.6%	2.0%	3.6%	2.1%	1.9%	1.2%
輸出等	2.7%	1.6%	2.0%	2.4%	1.6%	2.4%	2.8%	2.8%	5.3%	3.4%	2.7%	2.2%
輸入等	1.4%	1.2%	2.3%	2.7%	1.6%	2.4%	3.2%	3.2%	4.7%	2.7%	2.6%	2.3%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.2%	1.0%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	2.4%	1.9%	1.1%	1.2%
民間消費支出	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.8%	1.3%	1.2%	1.2%
政府消費支出	1.2%	1.0%	1.1%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%
総固定資本形成	3.7%	2.0%	1.7%	0.4%	0.6%	1.1%	1.4%	1.7%	3.6%	2.1%	1.9%	1.2%
輸出等	3.2%	2.5%	2.7%	2.2%	1.9%	2.1%	2.3%	2.4%	5.3%	3.4%	2.7%	2.2%
輸入等	3.7%	2.6%	2.2%	1.9%	2.0%	2.3%	2.5%	2.6%	4.7%	2.7%	2.6%	2.3%
鉱工業生産（除建設）	-0.3%	-0.3%	0.4%	1.4%	0.9%	1.1%	0.8%	1.4%	2.9%	0.9%	0.3%	1.0%
実質小売売上高	2.3%	1.4%	1.5%	1.3%	1.0%	1.6%	1.6%	1.5%	2.5%	1.6%	1.6%	1.4%
消費者物価	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%	1.5%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.8%	1.4%	1.5%
生産者物価	1.9%	1.3%	0.8%	0.9%	1.3%	1.7%	1.7%	1.7%	2.7%	2.4%	1.2%	1.6%
失業率	7.7%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.6%	7.6%	7.6%	9.1%	8.2%	7.6%	7.5%
10億ユーロ												
貿易収支	81.6	73.0	67.0	66.0	63.0	61.0	60.0	60.0	317.9	279.7	287.6	244.0
経常収支	91.3	85.8	77.8	74.9	70.9	68.9	64.9	65.0	360.6	336.8	329.9	269.7
財政収支									-112	-58	-95	-85
独 国債10年物（期中平均）	0.13%	-0.11%	-0.33%	-0.32%	-0.28%	-0.24%	-0.20%	-0.17%	0.37%	0.47%	-0.16%	-0.22%
独 国債2年物（期中平均）	-0.56%	-0.63%	-0.76%	-0.80%	-0.80%	-0.77%	-0.73%	-0.70%	-0.72%	-0.59%	-0.69%	-0.75%
欧 政策金利（末値）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

（注）2019年Q1まで実績値（消費者物価と金利は2019年Q2まで実績値）。それ以降は大和総研予想（出所）Eurostat、ECB、大和総研

英国経済・金利見通し

	2019				2020				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
前期比年率												
国内総生産	2.0%	-0.4%	0.8%	0.9%	1.1%	1.1%	1.3%	1.3%	1.8%	1.4%	1.2%	1.0%
民間消費支出	2.3%	1.2%	1.2%	1.6%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	2.1%	1.7%	1.6%	1.3%
政府消費支出	3.2%	2.4%	2.8%	1.6%	2.0%	1.6%	1.2%	1.6%	-0.2%	0.4%	2.5%	1.9%
総固定資本形成	5.0%	-2.4%	0.0%	1.6%	0.4%	1.2%	0.8%	0.8%	3.5%	0.2%	0.7%	0.6%
輸出等	6.0%	2.0%	2.0%	1.6%	1.6%	2.0%	2.4%	2.4%	5.6%	0.1%	3.6%	1.9%
輸入等	50.6%	-32.0%	1.2%	4.1%	3.2%	4.1%	4.5%	4.9%	3.5%	0.7%	5.6%	0.8%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	1.8%	1.3%	0.8%	0.8%	0.6%	1.0%	1.1%	1.2%	1.8%	1.4%	1.2%	1.0%
民間消費支出	1.7%	1.5%	1.5%	1.6%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	2.1%	1.7%	1.6%	1.3%
政府消費支出	1.6%	2.6%	3.4%	2.5%	2.2%	2.0%	1.6%	1.6%	-0.2%	0.4%	2.5%	1.9%
総固定資本形成	0.9%	0.8%	-0.0%	1.0%	-0.1%	0.8%	1.0%	0.8%	3.5%	0.2%	0.7%	0.6%
輸出等	3.0%	4.5%	4.1%	2.9%	1.8%	1.8%	1.9%	2.1%	5.6%	0.1%	3.6%	1.9%
輸入等	14.3%	3.4%	3.0%	1.9%	-7.3%	3.1%	4.0%	4.2%	3.5%	0.7%	5.6%	0.8%
鉱工業生産	0.3%	-0.3%	-0.5%	0.7%	-0.2%	1.2%	0.9%	0.8%	1.8%	0.8%	0.0%	0.7%
実質小売売上高	5.0%	3.6%	3.1%	3.5%	2.4%	2.0%	1.6%	1.6%	1.9%	2.7%	3.8%	1.9%
消費者物価	1.8%	2.0%	1.8%	2.1%	2.2%	2.1%	2.1%	2.2%	2.7%	2.5%	1.9%	2.2%
生産者物価（出荷価格）	2.3%	1.9%	1.6%	1.5%	2.0%	2.0%	2.2%	2.3%	3.4%	2.9%	1.8%	2.1%
失業率	3.8%	3.9%	3.9%	4.0%	4.1%	4.1%	4.2%	4.2%	4.4%	4.1%	3.9%	4.1%
10億英ポンド												
貿易収支	-47.0	-35.6	-36.0	-37.9	-36.5	-37.9	-39.3	-41.3	-137.0	-138.1	-156.6	-155.1
経常収支	-30.0	-23.2	-22.5	-24.5	-23.2	-24.6	-26.1	-28.1	-68.4	-81.6	-100.3	-102.0
財政収支	15.4								-23.5	-22.3	-21.8	-22.5
国債10年物（期中平均）	1.21%	1.02%	0.73%	0.68%	0.70%	0.70%	0.75%	0.75%	1.20%	1.41%	0.91%	0.73%
国債2年物（期中平均）	0.75%	0.68%	0.52%	0.47%	0.50%	0.51%	0.51%	0.52%	0.25%	0.75%	0.61%	0.51%
政策金利（末値）	0.75%	0.75%	0.75%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.50%	0.50%

（注）2019年Q1まで実績値（物価と金利は2019年Q2まで実績値）。それ以降は大和総研予想（出所）ONS、BOE、大和総研